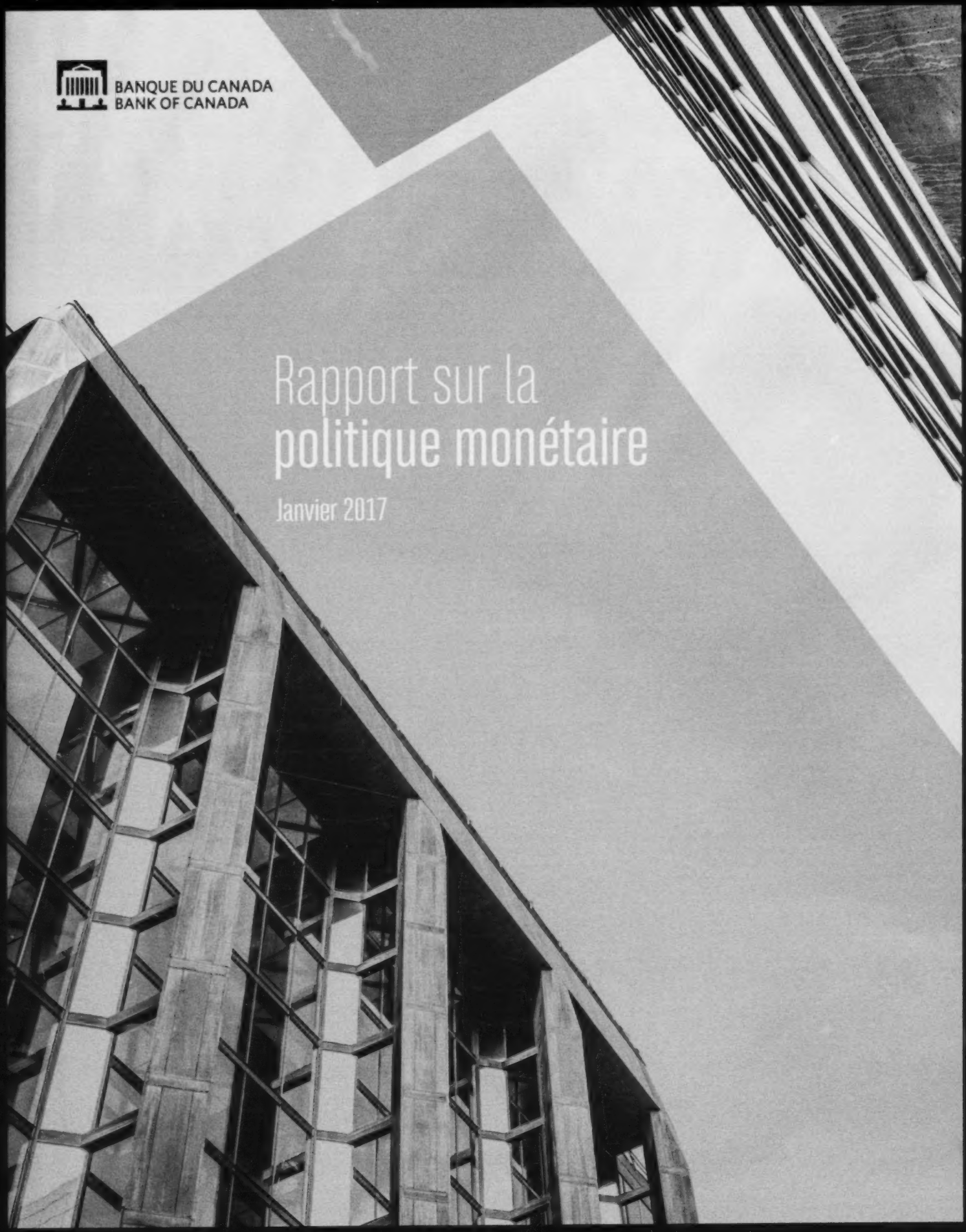
BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2017



La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada[1]

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2016, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2021. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour[2]. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

Le régime de ciblage de l'inflation est *symétrique* et *flexible*

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le suivi de l'inflation

- À court terme, les prix de certaines composantes de l'IPC peuvent être particulièrement volatils. Ces composantes, ainsi que les modifications des impôts indirects comme la TPS, peuvent occasionner des fluctuations considérables de l'IPC global.
- Pour formuler la politique monétaire, la Banque cherche à faire abstraction des variations transitoires de l'inflation mesurée par l'IPC global et se fonde sur des mesures de l'inflation fondamentale plus représentatives de la tendance sous-jacente de l'inflation. De ce point de vue, ces mesures servent de guide dans la conduite de la politique monétaire afin de faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global — elles ne remplacent pas l'inflation mesurée par l'IPC global.
- Les trois mesures de l'inflation fondamentale que privilégie la Banque sont : l'IPC-tronq, qui exclut de l'IPC les composantes dont les taux de variation, au cours d'un mois donné, affichent les variations les plus extrêmes; l'IPC-méd, qui correspond à la variation de prix se situant au 50e centile de la distribution des variations de prix au cours d'un mois donné, pondérées selon les poids des composantes dans le panier de l'IPC; et l'IPC-comm, qui extrait les mouvements communs des prix entre les catégories du panier de l'IPC au moyen d'une méthode statistique.

---

1 Voir la *Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant le renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation* (24 octobre 2016) ainsi que le document d'information publié à ce sujet en octobre 2016. On peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 La Banque dispose d'une série de mesures exceptionnelles qu'elle pourrait prendre pour accroître la détente monétaire ou améliorer les conditions sur le marché du crédit lorsque les taux d'intérêt se situent à un niveau très bas. Ces mesures et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans le *Cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt*, publié également dans le site de la Banque.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse banqueducanada.ca.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, avenue Laurier Ouest
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© Banque du Canada 2017

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2017

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Stephen S. Poloz, Carolyn Wilkins, Timothy Lane, Lawrence Schembri, Lynn Patterson et Sylvain Leduc.

Table des matières

L'économie mondiale 1

- Les conditions financières mondiales 2
- Les États-Unis 3
- Les autres économies avancées 5
- Les pays émergents 5
- Les prix des produits de base 6

L'économie canadienne 9

- Encadré 1 : Principaux éléments du scénario de référence 10
- L'évolution récente 11
- La marge de capacités excédentaires 12
- L'inflation 13
- Encadré 2 : De nouvelles mesures de l'inflation fondamentale 14
- Les perspectives économiques 15
- Les exportations 17
- Encadré 3 : Un nouveau cadre pour la prévision des exportations 18
- L'investissement 19
- La consommation 21
- Les perspectives d'inflation 22

Les risques entourant les perspectives d'inflation 25

L'économie mondiale

L'économie mondiale s'est améliorée au deuxième semestre de 2016, et la Banque prévoit que la croissance économique continuera de se raffermir au cours de la période de projection. Plus particulièrement, la croissance du produit intérieur brut (PIB) réel des États-Unis s'est redressée après avoir fait piètre figure au premier semestre et devrait demeurer solide. Parallèlement, les pressions restrictives semblent avoir touché un creux dans certains pays émergents. Dans l'ensemble, la croissance de l'économie mondiale devrait passer d'un peu moins de 3 % en 2016 à environ 3 1/2 % en 2018 (**Tableau 1**).

Toutefois, les perspectives sont entachées d'une incertitude considérable, compte tenu des inconnues entourant les mesures qu'adoptera la nouvelle administration américaine, particulièrement en matière de commerce. Ces changements qui pourraient être apportés aux politiques font peser d'importants risques sur la projection actuelle, qui sera mise à jour dans les prochaines livraisons du *Rapport* lorsque d'autres renseignements seront disponibles.

Tableau 1 : **Projection relative à la croissance de l'économie mondiale**

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2015	2016	2017	2018
États-Unis	16	2,6 (2,6)	1,6 (1,5)	2,2 (2,1)	2,3 (2,0)
Zone euro	12	1,9 (1,9)	1,6 (1,6)	1,3 (1,3)	1,5 (1,5)
Japon	4	1,2 (0,6)	1,0 (0,6)	1,0 (0,8)	0,9 (0,8)
Chine	17	6,9 (6,9)	6,6 (6,5)	6,3 (6,4)	6,4 (6,3)
Pays émergents importateurs de pétrole[c]	32	3,5 (3,4)	3,3 (3,4)	3,6 (3,8)	4,4 (4,3)
Autres pays[d]	19	1,4 (1,3)	1,0 (0,9)	2,1 (1,9)	3,0 (3,0)
Ensemble du monde	100	3,3 (3,2)	2,9 (2,8)	3,2 (3,2)	3,6 (3,5)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2015 publiées en octobre 2016 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*.

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

c. Le groupe des pays émergents importateurs de pétrole n'inclut pas la Chine. Il est composé des grands pays émergents d'Asie, d'Amérique latine, du Moyen Orient et d'Afrique — comme l'Inde, le Brésil et l'Afrique du Sud — ainsi que des nouveaux pays industrialisés comme la Corée du Sud.

d. Le groupe « Autres pays » comprend toutes les économies qui ne font pas partie des cinq premières régions. Il est composé des pays émergents exportateurs de pétrole (p. ex., Russie, Nigéria et Arabie saoudite) et des autres économies avancées (p. ex., Canada, Royaume-Uni et Australie).

Source : Banque du Canada

Les rendements obligataires ont augmenté, bien que les conditions financières demeurent expansionnistes

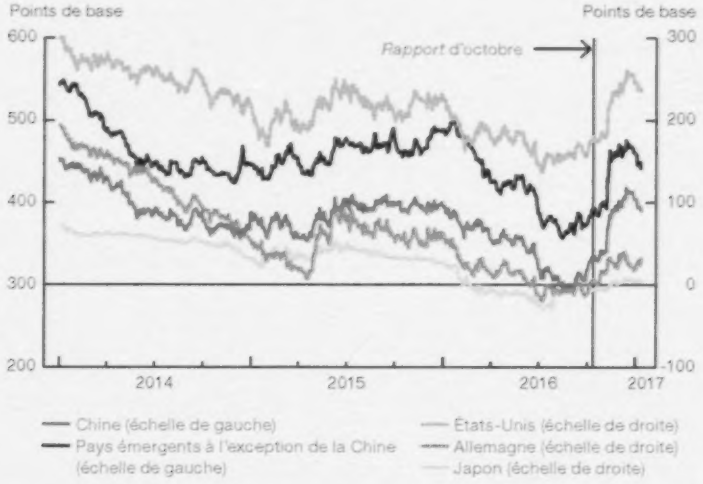
Les rendements des obligations d'État américaines à long terme ont regagné leurs niveaux de la mi-2015 (**Graphique 1**). Cette hausse tient surtout aux attentes des marchés quant à une modification des politiques par la nouvelle administration américaine, les mesures de relance budgétaire prévues devant entraîner une accélération de la croissance ainsi qu'une augmentation de l'inflation et des taux directeurs. Les rendements à long terme ont également progressé dans de nombreuses économies avancées et émergentes, quoique dans une moindre mesure. La poursuite de la détente monétaire a limité la montée des rendements dans la zone euro et au Japon.

Dans ce contexte, le dollar américain a continué de s'apprécier par rapport à la plupart des monnaies des pays avancés et émergents, pour atteindre son niveau le plus élevé en presque quinze ans selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux nominaux. Cet ajustement du taux de change devrait faciliter la redistribution de la demande mondiale. Parallèlement, le climat d'optimisme sur les marchés au sujet de l'économie américaine a mené à une intensification des sorties d'investissements de portefeuille dans plusieurs pays émergents depuis octobre, ce qui a contribué au resserrement des conditions financières dans certaines de ces économies (**Graphique 2**).

Le raffermissement attendu de la croissance de l'économie américaine a aussi soutenu la reprise des marchés boursiers dans les économies avancées. L'hypothèse d'une baisse de l'impôt des sociétés et d'un allègement de la réglementation par la nouvelle administration des États-Unis a probablement contribué aux gains solides enregistrés par les actions de sociétés américaines exposées à l'économie nationale.

Graphique 1 : **Les rendements des obligations d'État à long terme ont regagné leurs niveaux de la mi-2015 dans certains pays**

Données quotidiennes



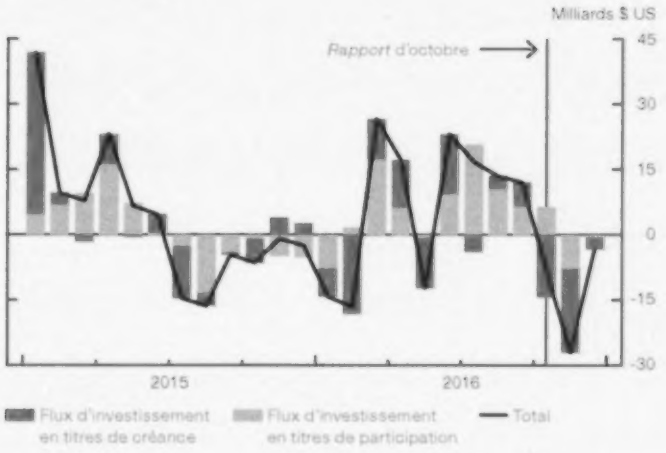
Nota : La catégorie « Pays émergents à l'exception de la Chine » présente le rendement moyen pondéré des obligations de 23 pays.

Sources : J.P.Morgan, sources nationales, Reuters et Tullett Prebon Information par l'intermédiaire de Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 13 janvier 2017

Graphique 2 : **Les pays émergents ont enregistré des sorties nettes d'investissements de portefeuille depuis la parution du *Rapport* d'octobre**

Données mensuelles



Nota : Ce graphique présente les flux nets d'investissement en titres de participation et les flux nets d'investissement en titres de créance. Le total correspond à la somme de ces deux éléments. Les données portent sur 25 pays émergents, y compris la Chine.

Source : Institute of International Finance Dernière observation : décembre 2016

L'économie américaine devrait se renforcer en 2017 et en 2018

La dynamique sous-jacente de l'économie américaine demeure essentiellement inchangée par rapport à la projection d'octobre. La Banque s'attend à ce que la croissance rebondisse au deuxième semestre de 2016 après avoir fait piètre figure au premier semestre, ce qui tient en partie à l'apport positif des investissements en stocks. Le profil de croissance a été révisé à la hausse d'environ 0,1 et 0,3 point de pourcentage pour 2017 et 2018, respectivement, ce qui tient compte des hypothèses initiales au sujet de la modification anticipée de la politique budgétaire. Les perspectives de croissance plus solides se reflètent dans l'amélioration des indicateurs de l'optimisme des entreprises et de la confiance des consommateurs (Graphique 3).

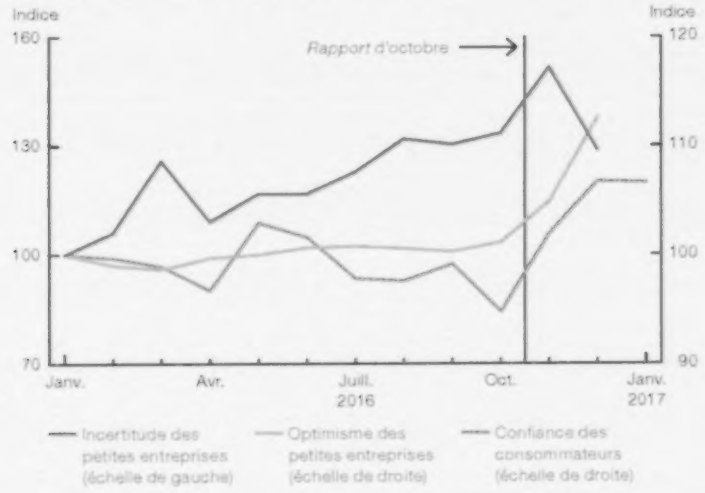
Même si la nature et le moment des changements de politique budgétaire aux États-Unis sont inconnus, le scénario de référence pour l'économie américaine incorpore un élément d'expansion budgétaire, qui devrait ajouter environ 0,5 % au niveau du PIB d'ici la fin de 2018[1]. Il subsiste une grande incertitude quant à l'ampleur d'éventuelles diminutions d'impôt et à la mesure dans laquelle elles pourraient s'accompagner de mesures compensatoires touchant l'assiette fiscale et de changements dans diverses catégories de dépenses. En conséquence, ce scénario de base devrait être considéré comme un point de départ raisonnable qui sera mis à jour lorsque prendront forme les plans de la nouvelle administration.

La croissance de la consommation devrait demeurer saine, à la faveur de fondamentaux robustes, dont un marché du travail vigoureux caractérisé par une hausse graduelle des salaires (Graphique 4). Les investissements

1 Cet ajout devrait provenir de réductions de l'impôt des particuliers et de l'impôt des sociétés totalisant 1,4 % du PIB. L'effet total sur la demande globale et le PIB est fondé sur des multiplicateurs tirés de la littérature.

Graphique 3 : **L'optimisme des entreprises et la confiance des consommateurs ont augmenté aux États-Unis**

Base 100 de l'indice : janvier 2016, données mensuelles

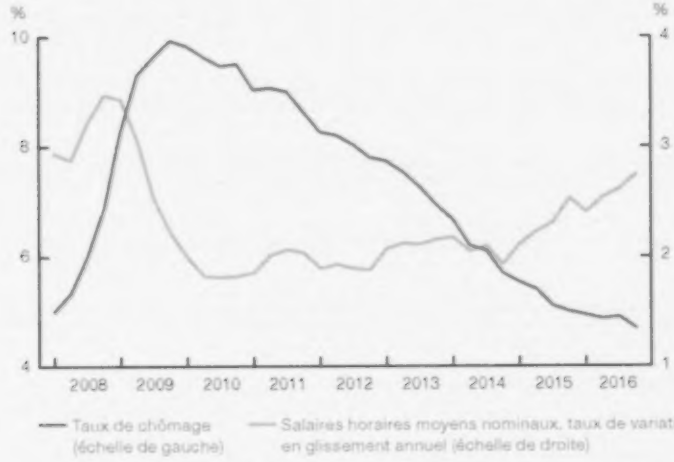


Sources : Fédération nationale de l'entreprise indépendante et Université du Michigan par l'intermédiaire de Haver Analytics

Dernières observations : décembre 2016 (incertitude et optimisme des entreprises) et janvier 2017 (confiance des consommateurs)

Graphique 4 : **On observe une hausse des salaires aux États-Unis, tandis que le marché du travail se resserre**

Données trimestrielles



Source : Bureau des statistiques du travail des États-Unis par l'intermédiaire de Haver Analytics

Dernière observation : 2016T4

des entreprises devraient reprendre de la vigueur, tandis que la croissance de la demande continuera de dépasser celle de la production potentielle[2]. Les investissements dans le secteur de l'énergie devraient alimenter la reprise des dépenses en immobilisations, les cours plus élevés du pétrole favorisant une hausse graduelle de l'activité de forage. L'investissement résidentiel devrait croître à un rythme solide, à la faveur de l'augmentation des revenus des ménages et du redressement de l'activité de construction en réponse à la demande liée à l'évolution démographique. Parallèlement, le profil plus robuste de la demande intérieure est partiellement contrebalancé par l'effet modérateur plus important exercé par les exportations nettes, du fait du renforcement du dollar américain.

L'inflation fondamentale mesurée par l'indice des prix à la consommation des ménages devrait monter graduellement. Par ailleurs, les pressions sur les salaires s'accentuent dans une économie fonctionnant près du plein emploi. La vigueur récente du dollar américain devrait toutefois atténuer les pressions inflationnistes.

Les perspectives de croissance des autres économies avancées sont modestes

Au Japon, la croissance au troisième trimestre a été supérieure aux attentes, et les révisions des comptes nationaux indiquent une progression plus vigoureuse qu'anticipé précédemment. En outre, la plus forte demande extérieure provenant des États-Unis et un yen plus faible devraient stimuler la production. Par conséquent, le taux de croissance du PIB du Japon, de 2016 à 2018, devrait avoisiner 1 % en moyenne, ce qui est légèrement plus élevé qu'escompté en octobre.

Dans la zone euro, l'activité économique et la croissance de l'emploi se sont maintenues malgré les tensions présentes au sein du système financier de certains pays et le degré élevé d'incertitude politique entourant notamment les conséquences du Brexit. Au cours de la période de projection, la croissance devrait demeurer modeste, bridée par des facteurs structurels, parmi lesquels des rigidités du marché du travail.

Les pays émergents sont encore les moteurs de la croissance mondiale, mais sont confrontés à des difficultés

Le rééquilibrage de l'économie chinoise vers une trajectoire de croissance plus soutenable continue, ce qui est généralement conforme aux attentes présentées dans la livraison d'octobre du *Rapport*. La Banque prévoit que l'expansion du PIB fléchira graduellement, pour passer de 6,6 % en 2016 à 6,4 % en 2018[3]. La progression des investissements des entreprises devrait ralentir, la réforme des sociétés d'État se poursuivant, en particulier les mesures visant à résoudre les problèmes de surcapacité dans certains segments des secteurs minier et manufacturier. Les mesures adoptées récemment par les administrations locales pour limiter la hausse rapide des ventes et des prix dans le secteur du logement devraient également freiner l'investissement résidentiel.

---

2 La Banque estime que la croissance de la production potentielle aux États-Unis se situera aux alentours de 1,8 % en 2018.

3 Le renminbi a continué de se déprécier par rapport au dollar américain et a perdu encore 5 % au cours de 2016. Récemment, les autorités chinoises ont annoncé qu'elles apportaient des ajustements, sous la forme d'une réduction de la pondération des monnaies des grandes économies avancées et d'un ajout de nouvelles monnaies, au panier de devises utilisé pour établir la valeur du renminbi.

Dans les autres pays émergents importateurs de pétrole, la croissance en 2016 et en 2017 devrait être légèrement inférieure à ce qui était indiqué dans le *Rapport* d'octobre. Des facteurs internes, tels que des difficultés liées à la mise en œuvre de réformes structurelles, des sorties de capitaux et le resserrement des conditions financières restreindront l'activité économique dans certains pays. Cet effet sera compensé quelque peu, toutefois, par une dépréciation des monnaies, qui devrait donner de l'élan aux exportations nettes. Dans l'ensemble, la Banque prévoit que la croissance du PIB se raffermira progressivement, pour passer de 3,3 % en 2016 à 4,4 % en 2018. Ce raffermissement devrait être principalement stimulé par l'activité en Amérique latine, alimentée notamment par le Brésil, qui a touché le creux de la récession.

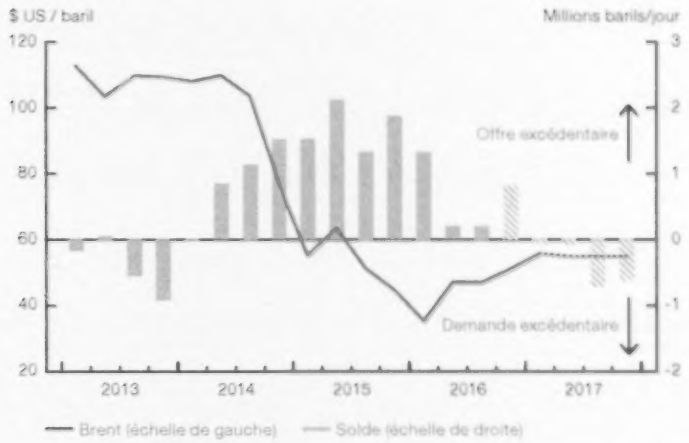
La Banque s'attend à ce que la croissance s'accélère dans le reste du monde, pour passer de 1 % en 2016 à 3 % en 2018. Ce redressement tiendra en grande partie à la reprise escomptée dans les pays émergents exportateurs de pétrole, comme la Russie et l'Arabie saoudite, à mesure que les prix du pétrole se stabiliseront et que l'ajustement aux baisses antérieures des prix arrivera à son terme.

Les prix des produits de base ont enregistré une hausse tirée par les cours du pétrole

Les cours de référence mondiaux du pétrole brut ont récemment atteint des niveaux supérieurs d'environ 15 % en moyenne aux prévisions établies en octobre. Ces cours plus élevés que prévu reflètent en partie l'entente conclue entre l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et d'autres pays producteurs en vue de réduire la production afin d'accélérer le rééquilibrage du marché. La Banque s'attend encore à une réduction considérable des stocks de pétrole au second semestre de 2017, car elle anticipe que la croissance de la demande dépassera celle de la production (Graphique 5).

Graphique 5 : **Le rééquilibrage du marché pétrolier soutient la hausse des prix du pétrole**

Données trimestrielles



Nota : La ligne pointillée indique l'hypothèse de la Banque concernant le prix du baril de pétrole, à savoir 55 $ US. Le solde correspond à la différence entre l'offre et la demande totales à l'échelle mondiale, ce qui cadre avec les définitions utilisées par l'Agence internationale de l'énergie. L'offre comprend la production de pétrole brut et de liquides de gaz naturel.

Sources : Agence internationale de l'énergie et calculs et projections de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2017T4

Par convention, la Banque postule que les cours du pétrole demeureront près de leurs niveaux récents. Dernièrement, les cours du Brent, du West Texas Intermediate et du Western Canada Select se sont établis en moyenne à quelque 55, 50 et 35 dollars américains le baril, respectivement, soit environ de 3 à 7 dollars de plus que les niveaux postulés en octobre (voir l'**Encadré 1** à la page 10).

Les risques liés à l'hypothèse de la Banque concernant les cours du pétrole restent orientés à la hausse en 2017-2018, les prix étant encore inférieurs aux niveaux qu'il leur faudrait vraisemblablement atteindre pour soutenir le rééquilibrage du marché à moyen terme. Le potentiel de maintien de prix plus élevés est limité cependant, car les progrès technologiques ont contribué à abaisser les coûts de production du pétrole non classique, notamment le pétrole de schiste aux États-Unis.

Des divergences importantes ont été observées dans l'évolution des cours des produits de base non énergétiques. Les prix des métaux communs ont grimpé, en particulier ceux du fer et du cuivre, cette hausse ayant été alimentée en partie par les dépenses en infrastructure attendues aux États-Unis. Par contre, le cours de l'or a chuté, dans l'attente notamment d'un resserrement prévu de la politique monétaire américaine.

L'économie canadienne

L'économie canadienne évolue sensiblement comme prévu, mais les perspectives doivent être mises en regard de l'incertitude élevée, sur le plan des politiques, qui règne à l'échelle mondiale. L'ajustement de l'économie canadienne à la baisse passée des prix des produits de base progresse. L'activité dans les secteurs liés aux ressources semble avoir touché le fond[4]. Parallèlement, les investissements et l'emploi se déplacent vers d'autres secteurs de l'économie qui sont en expansion, surtout celui des services. Les effets plus généralisés de la détérioration passée des termes de l'échange sur les revenus réels et la richesse continueront probablement d'entraver la croissance de l'activité économique tout au long de 2017.

Le PIB réel devrait s'accroître à une cadence légèrement supérieure à celle de la production potentielle durant l'ensemble de la période de projection (**Tableau 2** et **Encadré 1**). La croissance du secteur des services, notamment, soutiendra la hausse de l'emploi, des revenus des ménages et de la consommation. Le renforcement de la demande étrangère favorisera une modeste expansion des exportations et des investissements, même si l'on prévoit que les défis qui persistent sur le plan de la compétitivité freineront la

Tableau 2 : **Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel**
En points de pourcentage[a, b]

	2015	2016	2017	2018
Consommation	1,1 (1,1)	1,3 (1,3)	1,3 (1,2)	1,3 (1,2)
Logement	0,3 (0,3)	0,2 (0,2)	-0,1 (-0,2)	0,1 (0,1)
Administrations publiques	0,5 (0,4)	0,5 (0,4)	0,9 (0,7)	0,0 (-0,1)
Investissements fixes des entreprises	-1,5 (-1,4)	-0,9 (-0,8)	-0,1 (0,2)	0,4 (0,4)
Total partiel : demande intérieure finale	0,3 (0,4)	1,1 (1,1)	2,0 (1,9)	1,8 (1,6)
Exportations	1,1 (1,1)	0,3 (0,2)	0,7 (0,8)	1,0 (1,0)
Importations	-0,1 (-0,1)	0,4 (0,4)	-0,7 (-0,9)	-0,7 (-0,5)
Total partiel : exportations nettes	1,0 (1,0)	0,7 (0,6)	0,0 (-0,1)	0,3 (0,5)
Stocks	-0,3 (-0,3)	-0,5 (-0,6)	0,1 (0,2)	0,0 (0,0)
PIB	0,9 (1,1)	1,3 (1,1)	2,1 (2,0)	2,1 (2,1)
Pour mémoire (taux de variation) :				
Fourchette de la production potentielle	de 1,4 à 1,8 (de 1,4 à 1,8)	de 1,2 à 1,8 (de 1,2 à 1,8)	de 1,0 à 2,0 (de 1,0 à 2,0)	de 0,9 à 2,1 (de 0,9 à 2,1)
Revenu intérieur brut réel	-1,4 (-1,2)	0,3 (0,3)	2,3 (2,1)	2,1 (2,1)
IPC global	1,1 (1,1)	1,4 (1,5)	1,8 (1,9)	1,9 (1,9)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

4 Cette évolution cadre avec la fin de la première phase du processus d'ajustement complexe aux bas prix des produits de base. Voir J. Champagne et autres (2016), *The Complex Adjustment of the Canadian Economy to Lower Commodity Prices*, note analytique du personnel n° 2016-1, Banque du Canada.

Encadré 1

Principaux éléments du scénario de référence

La projection de la Banque repose toujours sur plusieurs hypothèses principales dont la modification aura par conséquent des répercussions sur les perspectives entourant les économies mondiale et canadienne. La Banque examine périodiquement ces hypothèses et évalue la sensibilité de la projection économique à celles-ci.

- La Banque suppose que les cours du pétrole se maintiendront près de leurs niveaux moyens au moment de la projection. Les cours du Brent, du West Texas Intermediate et du Western Canada Select s'établissent à environ 55, 50 et 35 $ US respectivement, soit une hausse de 3 à 7 $ US par rapport à l'hypothèse formulée dans le *Rapport* d'octobre.
- Par convention, la Banque ne cherche pas à prévoir le taux de change dans le scénario de référence. En conséquence, elle postule que le dollar canadien demeurera, durant la période de projection, près du niveau moyen observé au moment de la projection, soit 75 cents. Cette hypothèse reste globalement inchangée par rapport à celle exprimée dans le *Rapport* d'octobre.
- L'écart de production révélerait une marge de capacités excédentaires de 1 1/4 % au quatrième trimestre de 2016. Cette donnée se fonde sur le point milieu des estimations que fait la Banque de la marge de capacités excédentaires présente dans l'économie canadienne, qui se situait entre 3/4 % et 1 3/4 %[1]. Cette hypothèse se compare à celle d'octobre, qui prévoyait une marge de capacités excédentaires de 1 1/2 % au troisième trimestre.
- La croissance de la production potentielle devrait s'établir à environ 1,5 % au cours de la période de projection 2017-2018 et, par conséquent, avoisiner le point milieu de la fourchette d'estimations de la Banque (Tableau 2). Cette hypothèse reste inchangée par rapport à celle d'octobre. De plus amples précisions sur l'évaluation que fait la Banque de la production potentielle sont données à l'annexe de la livraison d'avril 2016 du *Rapport*.
- La Banque estime que le taux directeur nominal neutre au Canada se situe entre 2,75 % et 3,75 %. La projection actuelle est basée sur le point milieu de cette fourchette, qui n'a pas changé par rapport à celle d'octobre.

1 Depuis la parution du *Rapport* d'octobre, les données des comptes nationaux du troisième trimestre de 2016 ont été publiées, ainsi que les révisions historiques de la période allant du premier trimestre de 2013 au deuxième trimestre de 2016. Au troisième trimestre de 2016, le PIB réel est désormais à un niveau plus élevé (environ +0,4 %) que le niveau estimé en octobre, principalement en raison d'une révision à la hausse des investissements des entreprises, et cela laisse supposer que le PIB potentiel serait lui aussi plus élevé que l'estimation initiale.

croissance de la production de biens non énergétiques. La progression des exportations sera limitée par l'appréciation récente du dollar canadien, ainsi que celle du dollar américain, par rapport à la plupart des autres monnaies.

Les conditions monétaires et financières, le raffermissement de l'économie américaine et de l'économie mondiale et les mesures de relance budgétaire fédérales devraient soutenir l'activité économique, malgré l'augmentation modeste des coûts d'emprunt à long terme observée depuis octobre. L'investissement résidentiel sera bridé par la majoration récente des taux hypothécaires et les mesures mises en place par le gouvernement fédéral en octobre afin d'atténuer les risques pesant sur la stabilité financière.

Si toute la gamme des modifications possibles des politiques aux États-Unis n'a pas été prise en compte, les perspectives intègrent néanmoins une hypothèse de référence initiale concernant des mesures de relance budgétaire qui stimulent la demande d'exportations canadiennes et soutiennent la confiance des entreprises au Canada. Cette incidence positive est, cependant, tempérée par une érosion de la compétitivité canadienne liée aux réductions attendues de l'impôt des sociétés aux États-Unis. D'éventuelles mesures commerciales protectionnistes au sud de la frontière auraient certes des conséquences appréciables pour les investissements et les exportations du Canada, mais elles n'ont pas été incluses dans le scénario de référence.

La Banque s'attend à ce que l'écart de production se résorbe vers la mi-2018, comme elle le prévoyait en octobre. L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global devrait avoisiner 2 % tout au long

de 2017 et de 2018, dans la mesure où les effets des prix plus élevés des produits énergétiques de consommation et des prix plus bas des aliments, qui se compensent mutuellement, se dissiperont et où les capacités excédentaires se résorberont. À court terme, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait toutefois demeurer inférieure aux chiffres avancés en octobre, en raison principalement des prix des aliments plus faibles qu'escompté.

Après un fort rebond au troisième trimestre, la croissance à court terme ralentira pour s'établir à un rythme solide

Après un deuxième trimestre très faible, attribuable surtout aux feux de forêt en Alberta et à une baisse abrupte des exportations hors énergie, la croissance économique a fortement rebondi (**Tableau 3** et **Graphique 6**).

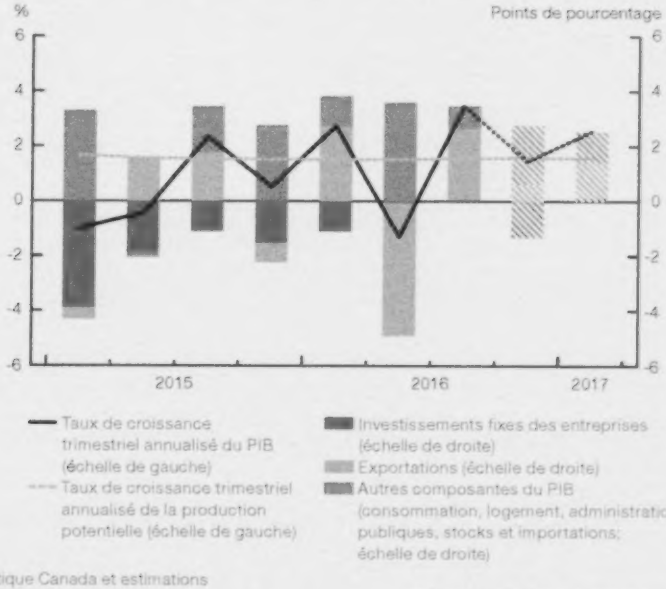
Tableau 3 : **Résumé des projections relatives à l'économie canadienne**
Taux de variation en glissement annuel[a]

	2016			2017	2015	2016	2017	2018
	T2	T3	T4	T1	T4	T4	T4	T4
IPC global	1,5 (1,5)	1,3 (1,3)	1,4 (1,7)	1,8	1,3 (1,3)	1,4 (1,7)	2,1 (1,9)	2,0 (2,0)
PIB réel	1,1 (0,9)	1,3 (1,1)	1,6 (1,4)	1,5	0,4 (0,3)	1,6 (1,4)	2,3 (2,2)	2,2 (2,2)
Taux de variation trimestriel annualisé[b]	-1,3 (-1,6)	3,5 (3,2)	1,5 (1,5)	2,5				

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*. Les principaux éléments du scénario de référence sont présentés à l'Encadré 1.

b. Au cours de la période de projection, la Banque présente des données sur la variation trimestrielle pour le quatrième trimestre de 2016 et le premier trimestre de 2017. Ce sont les seuls trimestres pour lesquels des données sur la croissance du PIB réel et l'inflation étaient disponibles au moment d'effectuer la projection. Les projections en glissement annuel au quatrième trimestre sont présentées pour une perspective à plus long terme.

Graphique 6 : **La croissance économique a fortement rebondi au troisième trimestre de 2016**
Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2017T1

La croissance a été temporairement dynamisée par la reprise de l'exploitation des sables bitumineux et un redressement partiel des exportations hors énergie. La consommation, surtout de services, est demeurée robuste, à la faveur de l'instauration de l'Allocation canadienne pour enfants.

À l'inverse, l'investissement résidentiel a diminué au troisième trimestre pour la première fois depuis le début de 2014. Les dépenses publiques se sont quelque peu contractées, la formation de capital public ayant été moindre que prévu au troisième trimestre. Les investissements des entreprises sont restés faibles, en dépit de l'important essor temporaire associé à l'arrivée d'un module de production importé destiné au projet de forage en mer Hebron.

À mesure que s'estomperont les facteurs temporaires qui ont donné une impulsion à l'activité au troisième trimestre de 2016, la croissance se modérera pour avoisiner 2 % en moyenne au quatrième trimestre de 2016 et au premier trimestre de 2017, soutenue en cela par la solide consommation des ménages et les dépenses budgétaires en infrastructure[5]. L'investissement résidentiel devrait cependant se contracter davantage, l'activité de revente étant ralentie par la hausse des taux hypothécaires et les changements apportés récemment aux règles fédérales de financement du logement. Globalement, la croissance des investissements des entreprises et des exportations de biens non énergétiques restera modeste.

L'économie affiche encore une marge notable de capacités excédentaires

Les deux mesures dont se sert la Banque pour estimer la marge de capacités excédentaires laissent encore supposer que celle-ci est notable[6]. De même, les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet hiver indiquent que les pressions sur la capacité de production sont demeurées pratiquement inchangées par rapport à l'enquête précédente.

La croissance de l'emploi au pays est restée ferme depuis un an, bien qu'elle se soit concentrée dans les emplois à temps partiel. Le nombre total d'heures travaillées n'a pas augmenté et, contrairement à ce qu'on observe aux États-Unis, les pressions salariales demeurent modérées. Dans l'ensemble, l'indicateur du marché du travail de la Banque donne à penser que la marge de capacités excédentaires s'est accrue au cours de la dernière année.

Dans le contexte de l'ajustement en cours de l'économie, l'emploi à l'extérieur des provinces où le secteur de l'énergie est fortement présent (principalement en Ontario, en Colombie-Britannique et au Québec) a enregistré de solides gains, surtout dans le secteur des services. Si l'emploi s'est replié depuis un an dans les provinces où le secteur de l'énergie est fortement présent, on note néanmoins certains signes qui portent à croire qu'il se stabilise.

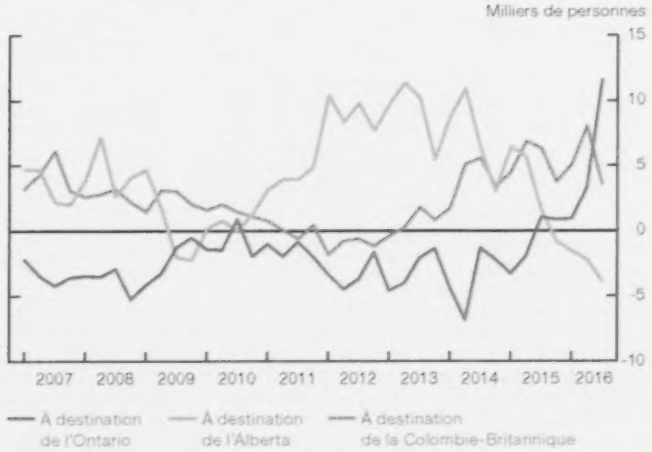
La migration interprovinciale a facilité la redistribution des ressources dans l'économie. La migration en direction de l'Alberta s'est inversée : après un gain de plus de 10 000 personnes au deuxième trimestre de 2014, le solde

5 L'incidence globale prévue des mesures de relance budgétaire contenues dans le budget fédéral de mars 2016 n'a pas changé comparativement aux estimations présentées dans le *Rapport* d'avril. Les autres mesures modestes annoncées en novembre dans l'énoncé économique de l'automne du gouvernement, ainsi que celles dévoilées récemment par les provinces, ont été prises en compte dans le scénario de référence de la Banque.

6 Pour en savoir plus sur les estimations structurelle et statistique de l'écart de production effectuées par la Banque, voir Statistiques>Indicateurs>Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada dans le site Web de la Banque.

Graphique 7 : **La migration interprovinciale nette à destination de l'Ontario s'est considérablement accrue**

Données trimestrielles



Nota : La somme des chiffres n'est pas égale à zéro en raison de l'exclusion des chiffres de la migration nette pour les autres provinces et territoires du Canada.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2016T3

migratoire affichait un déficit de près de 4 000 personnes au troisième trimestre de 2016. Les flux migratoires correspondants à destination de l'Ontario, en particulier, se sont nettement accrus (**Graphique 7**).

La Banque juge que la marge de capacités excédentaires dans l'économie au quatrième trimestre se situait entre 3/4 et 1 3/4 %.

L'inflation reste en deçà de 2 %

En novembre, l'inflation mesurée par l'IPC global, à 1,2 %, restait dans la moitié inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque. L'inflation des biens est modérée, ce qui est lié en grande partie au bas niveau de l'inflation des aliments et des produits énergétiques de consommation. L'inflation mesurée par l'IPC global était un peu plus faible qu'escompté, les prix des aliments au détail ayant diminué d'environ 2 % en glissement annuel ces derniers mois, leur taux le plus bas depuis 1992. La faiblesse de l'inflation des aliments s'explique par le recul passé des prix des produits de base agricoles, l'amenuisement de la transmission des variations du taux de change et la concurrence accrue que se livrent les détaillants alimentaires.

La Banque a désormais recours à trois nouvelles mesures de l'inflation fondamentale pour obtenir une indication plus fiable de la tendance sous-jacente de l'inflation (**Encadré 2**). Ces mesures ont fléchi depuis la mi-2016, pour se situer en deçà de 2 %, du fait notamment des effets décroissants de la transmission des variations du taux de change (**Graphique 8**). Elles concordent globalement avec l'évaluation que fait la Banque de la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait passer de 1,4 % au quatrième trimestre de 2016 à 1,8 % au premier trimestre de 2017, les prix de l'essence augmentant en glissement annuel. L'inflation des prix des produits énergétiques de consommation augmentera temporairement en 2017 et reflétera

Encadré 2

De nouvelles mesures de l'inflation fondamentale

À l'occasion du plus récent renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation, la Banque a évalué les propriétés de plusieurs mesures de l'inflation fondamentale[1]. Ces mesures sont utiles en ce qu'elles mettent en évidence les déterminants essentiels de l'inflation.

Évalués à la lumière de toute une série de critères, l'IPC-tronq, l'IPC-méd et l'IPC-comm se sont avérés plus fiables pour mesurer l'inflation fondamentale que l'IPCX[2]. Par conséquent, la Banque a décidé d'utiliser ces trois mesures de l'inflation fondamentale plutôt que l'IPCX.

Définition des trois mesures privilégiées de l'inflation fondamentale

L'IPC-tronq (moyenne tronquée) exclut de l'IPC les composantes dont les taux de variation, au cours d'un mois donné, affichent les variations les plus extrêmes.

L'IPC-méd (médiane pondérée) correspond à la variation de prix se situant au 50e centile de la distribution des variations de prix au cours d'un mois donné, pondérées selon les poids des composantes dans le panier de l'IPC.

L'IPC-comm (composante commune) extrait les mouvements communs des prix entre les catégories du panier de l'IPC.

L'IPC-tronq, l'IPC-méd et l'IPC-comm se sont comparés avantageusement à l'IPCX pour deux raisons principales. Premièrement, ils sont moins influencés par les chocs sectoriels et peuvent ainsi mieux rendre compte des variations persistantes de l'inflation. Deuxièmement, ils présentent une relation empirique plus forte avec les variables macroéconomiques théoriquement importantes pour la conduite de la politique monétaire (Tableau 2-A).

Les nouvelles mesures de l'inflation ont toutes trois relativement bien réussi à dégager la tendance fondamentale de l'inflation au cours de périodes où certaines composantes de l'IPC enregistraient des variations de prix attribuables à des produits précis. En revanche, l'IPCX a été incapable de faire abstraction de ces chocs temporaires du fait qu'un ensemble fixe de composantes prédéterminées en est rigoureusement exclu. L'envolée des primes d'assurance automobile au début des années 2000, les baisses prononcées des prix des automobiles à compter de 2007 et la flambée des prix de la viande en 2014 comptent au nombre des périodes caractérisées par ce genre de phénomène (Graphique 2-A).

Par ailleurs, l'inflation fondamentale est un indicateur important de l'excédent de demande ou d'offre présent dans l'économie. Les valeurs des corrélations les plus grandes avec l'écart de production sont sensiblement plus élevées dans le cas de l'IPC-tronq, de l'IPC-méd et de l'IPC-comm que dans celui de l'IPCX (Tableau 2-A).

L'évaluation a révélé que les mesures de l'inflation fondamentale comportent chacune leurs avantages, mais aussi certaines lacunes, ce qui plaide en faveur du recours à plusieurs mesures plutôt qu'à un seul indicateur.

Tableau 2-A : Propriétés statistiques des mesures de l'inflation fondamentale

	Persistance[a]	Corrélations avec l'écart de production[b]
IPCX	-0,04	0,2 [t + 7]
IPC-tronq	0,62[c]	0,6 [t + 2]
IPC-méd	0,67[c]	0,5 [t + 4]
IPC-comm	0,83[c]	0,5 [t + 6]

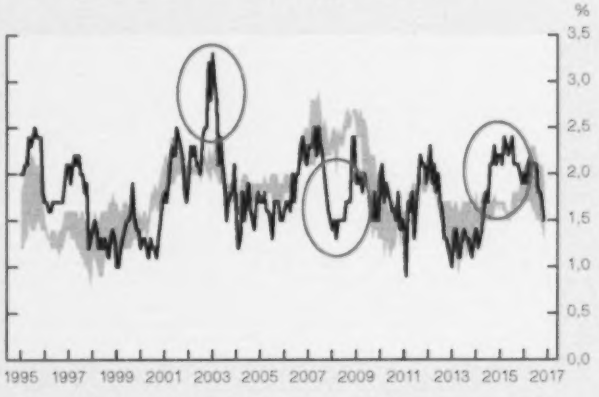
a. La persistance correspond à la somme des cinq premiers coefficients autorégressifs du taux d'inflation trimestriel pour la période du premier trimestre de 1992 au quatrième trimestre de 2014.

b. Les corrélations avec l'écart de production représentent la valeur de la corrélation la plus grande entre l'écart de production au temps t et les mesures de l'inflation fondamentale x trimestres plus tard [t + x].

c. Désigne les résultats statistiquement significatifs au seuil de 10 %.

Graphique 2-A : Les mesures privilégiées de l'inflation fondamentale sont moins influencées que l'IPCX par les chocs sectoriels

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



a. Ces mesures sont l'IPC-tronq, l'IPC-méd et l'IPC-comm.

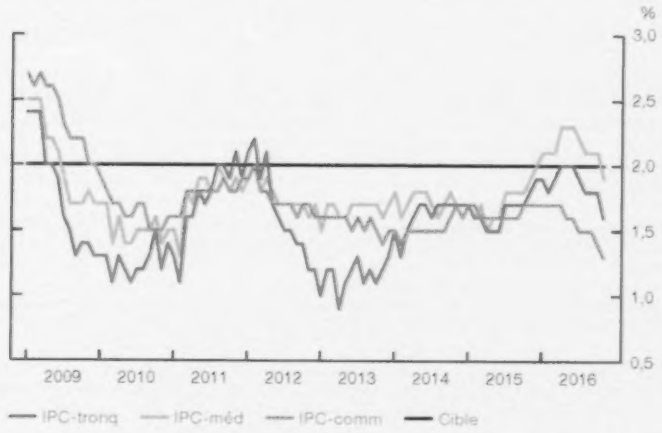
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : novembre 2016

1 Pour de plus amples renseignements, se reporter au document intitulé *Renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation : Document d'information — octobre 2016*, consultable dans le site Web de la Banque.

2 L'IPCX exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC (fruits, légumes, essence, mazout, gaz naturel, intérêts sur les prêts hypothécaires, transport interurbain et produits du tabac) ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

Graphique 8 : **Les mesures de l'inflation fondamentale ont fléchi pour se situer en deçà de 2 %**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et Banque du Canada Dernière observation : novembre 2016

les prix plus élevés des produits de base énergétiques et l'incidence des nouvelles réglementations relatives au programme de plafonnement et d'échange en Ontario et à la redevance sur le carbone en Alberta.

À mesure que l'économie s'ajuste, la croissance se redressera

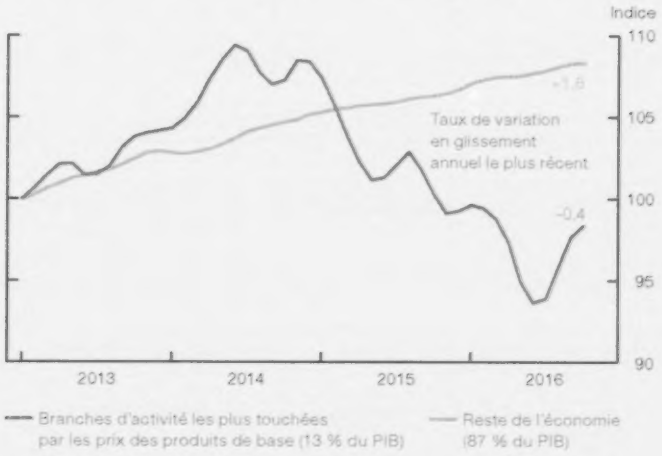
La croissance économique globale est soutenue par l'expansion du secteur des services, alors que le frein exercé par la baisse des prix des produits de base sur le secteur des ressources se dissipe. Plus particulièrement, l'activité dans les secteurs liés aux ressources montre des signes qu'elle aurait touché le fond (**Graphique 9**). Le secteur des biens a commencé à croître en glissement annuel, après avoir régressé pendant deux ans de façon quasi constante (**Graphique 10**).

Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises parus cet hiver corroborent le fait que l'activité liée aux ressources semble avoir touché le fond, les entreprises tributaires du pétrole prévoyant maintenant que leurs ventes, après avoir reculé, connaîtront une certaine croissance. Par ailleurs, les consultations plus approfondies que la Banque a menées auprès des entreprises du secteur de l'énergie font ressortir un optimisme prudent et laissent entrevoir une légère hausse des dépenses en immobilisations.

Depuis la fin de 2014, le secteur des services croît à un taux annualisé moyen de près de 2 %, lequel peut expliquer toute la croissance du PIB réel. De plus, les exportations de services, dynamisées par les ventes à l'étranger de services commerciaux et de voyage (**Graphique 11**), ont affiché une meilleure tenue que les exportations de biens. Cette expansion du secteur des services a entraîné des gains au chapitre de l'emploi, surtout dans des postes offrant des salaires supérieurs à la moyenne. Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises publiés cet hiver semblent indiquer que le secteur des services continuera d'enregistrer une solide croissance.

Graphique 9 : **L'activité dans les secteurs les plus touchés par les bas prix des produits de base semble avoir touché le fond**

Moyenne mobile sur trois mois, base 100 de l'indice : janvier 2013, données mensuelles

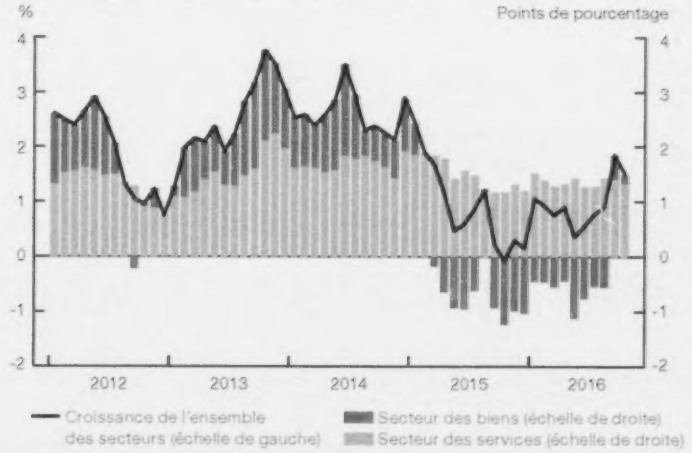


Nota : Les branches d'activité les plus touchées par les prix des produits de base comprennent l'extraction minière, pétrolière et gazière; l'ingénierie et la construction non résidentielle; ainsi que les services professionnels connexes. Les nombres entre parenthèses représentent la part dans le PIB de 2013 (en termes nominaux).

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : octobre 2016

Graphique 10 : **L'activité dans le secteur des biens est devenue positive, notamment en raison d'un raffermissement dans les branches d'activité liées à l'extraction de pétrole et de gaz**

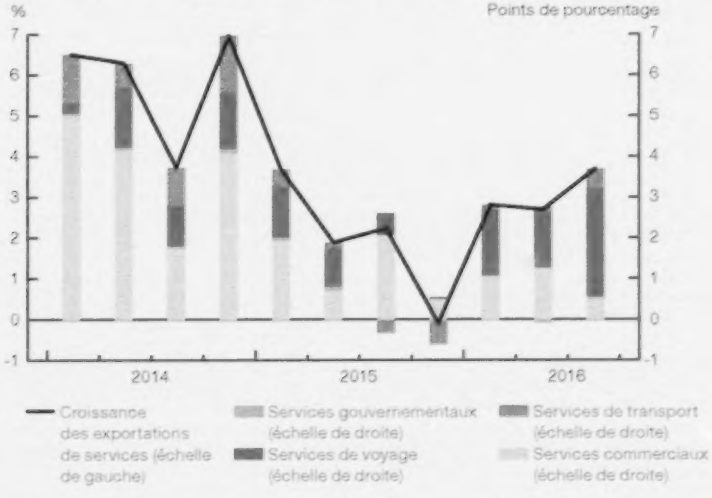
Contribution au taux de croissance en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : octobre 2016

Graphique 11 : **La croissance des exportations de services témoigne du dynamisme des services commerciaux et de voyage**

Contribution au taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : 2016T3

La Banque s'attend à ce que la croissance du PIB réel s'établisse à 1,3 % en 2016 avant de se raffermir pour atteindre environ 2 % en 2017 et en 2018 (**Tableau 2** et **Tableau 3**). Comme en octobre, l'institution prévoit que les dépenses des ménages seront le principal moteur de la croissance globale en 2017, et que les dépenses publiques et les exportations apporteront un soutien additionnel important. La contribution annuelle des investissements des entreprises devrait redevenir positive en 2018.

Les exportations devraient croître à un rythme modéré

La production et les exportations canadiennes de pétrole devraient s'accroître durant la période de projection, quoique le repli des investissements observé dans le secteur de l'énergie depuis quelques années soit appelé à ralentir leur croissance. L'expansion des exportations de produits de base non énergétiques devrait elle aussi être modeste, compte tenu des défis persistants sur le plan de la compétitivité qui freineront la production et les investissements dans ce secteur[7]. La Banque prévoit que l'appréciation récente du dollar canadien par rapport à la monnaie de certains des principaux pays concurrents pèsera sur la croissance des exportations canadiennes.

Ces dernières années, les exportations hors produits de base n'ont pas été aussi vigoureuses qu'escompté. Par conséquent, la Banque a revu son cadre afin de mieux tenir compte du caractère évolutif de la demande étrangère ainsi que de facteurs structurels, dont des défis sur le plan de la compétitivité (**Encadré 3**).

7 De plus, les révisions des données sur les investissements des entreprises indiquent que le recul observé dans les industries de l'extraction minière et de l'exploitation en carrière était beaucoup plus prononcé en 2013 et en 2014 que ne le laissaient croire les chiffres publiés antérieurement, et qu'il s'est accentué considérablement en 2015.

Se fondant sur la nouvelle évaluation de la demande étrangère, qui devrait augmenter légèrement dans les années à venir, et sur les mesures améliorées des difficultés d'ordre structurel et d'autres défis sur le plan de la compétitivité, la Banque estime que les exportations totales devraient enregistrer une hausse d'environ 3 % en moyenne durant la période de projection. Cette prévision concernant les exportations est semblable à celle présentée dans le scénario de référence d'octobre, qui prenait déjà en considération une appréciation basée sur la version préliminaire du cadre révisé.

Dans son scénario de référence, la Banque postule que la demande étrangère sera stimulée par les mesures de relance budgétaire aux États-Unis. L'incidence positive est, cependant, tempérée par l'érosion de la compétitivité canadienne associée aux réductions attendues de l'impôt des sociétés aux États-Unis. En conséquence, la Banque a révisé quelque peu à la baisse le profil des exportations pour tenir compte de cette possibilité; cette hypothèse initiale sera revue lorsque des mesures concrètes seront annoncées et mises en œuvre. Le scénario de référence ne prend en compte aucune des mesures protectionnistes que pourrait adopter la nouvelle administration américaine.

Encadré 3

Un nouveau cadre pour la prévision des exportations

La Banque fonde dans une large mesure ses prévisions des exportations hors produits de base sur l'estimation qu'elle fait de la demande étrangère de biens et de services produits par les entreprises canadiennes. Pour dégager les perspectives d'évolution de cette demande, la Banque a utilisé la mesure de l'activité étrangère (MAE), qui attribue des pondérations à certaines composantes du produit intérieur brut (PIB) des États-Unis (les investissements des entreprises, l'investissement résidentiel et la consommation) ainsi qu'à la croissance du PIB dans le reste du monde. Dans la foulée de la Grande Récession, la MAE a très bien rendu compte de l'évolution des exportations hors produits de base en permettant de suivre la contraction et la reprise dans les secteurs de l'économie américaine qui étaient à la fois durement éprouvés pendant la récession et importants pour les exportations canadiennes hors produits de base. Ces dernières années cependant, ces exportations ont enregistré une croissance en général inférieure au taux d'accroissement obtenu à partir de la MAE. Le nouveau cadre d'analyse de la Banque offre deux pistes d'explication de cet écart : d'une part, une modification de la composition de la demande étrangère et, d'autre part, des facteurs structurels, au nombre desquels figurent la perte de capacité exportatrice et des défis sur le plan de la compétitivité.

Deux méthodes de mesure de la demande étrangère ont été mises au point. On a d'abord revu la MAE afin qu'elle prenne mieux en compte la destination des exportations hors produits de base canadiennes[1]. La version originale de la MAE pondère fortement les investissements des entreprises et l'investissement résidentiel aux États-Unis. Dans la mesure actualisée — MAE-ES —, les coefficients de pondération affectés aux diverses composantes sont calibrés d'après les données des tableaux internationaux des entrées-sorties pour 2014 provenant de la base World Input-Output Database[2]. Par conséquent, le poids attribué aux investissements aux États-Unis y est nettement plus faible, tandis que les exportations et les dépenses publiques américaines se voient maintenant affectées d'une certaine pondération. Le poids du reste du monde se trouve quant à lui multiplié par trois, ce qui reflète mieux la diversification des débouchés commerciaux du Canada hors marché américain.

Dans la deuxième méthode, l'information fournie par un très grand nombre d'indicateurs économiques[3] internationaux est intégrée, de façon souple, à GRACE (qui est une mesure de l'activité réelle internationale pour les exportations canadiennes) pour estimer la demande étrangère. Avec cette méthode, les

(suite à la page suivante)

1 Pour un complément d'information, voir P. Alexander, J.-P. Cayen et A. Proulx (2017), *An Improved Equation for Predicting Canadian Non-Commodity Exports*, document d'analyse du personnel n° 2017-1, Banque du Canada.

2 Base de données World Input-Output Database établie par la Commission européenne.

3 Pour un complément d'information, voir A. Binette, T. Chernis et D. de Munnik (2017), *Global Real Activity for Canadian Exports: GRACE*, document d'analyse du personnel n° 2017-2, Banque du Canada.

Encadré 3 (*suite*)

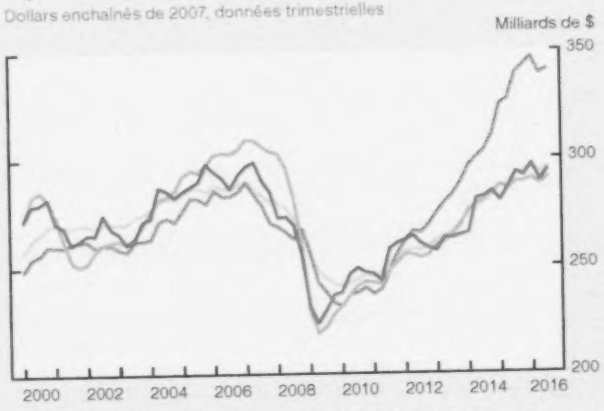
déterminants de la demande de biens et de services exportés par le Canada et l'importance de ces déterminants peuvent varier dans le temps, bien que lentement. Autre avantage de GRACE : elle permet d'estimer la demande étrangère de biens et de services compris dans de nombreuses sous-catégories d'exportations, rendant ainsi possible une analyse plus approfondie des exportations canadiennes[4].

Les nouvelles mesures de la demande étrangère n'ont cependant pu expliquer que très partiellement la faiblesse observée des exportations hors produits de base. Il en découle que la mauvaise tenue des exportations tient aussi à des facteurs structurels, dont une perte de capacité exportatrice et d'autres facteurs pesant sur la compétitivité. Pour mieux rendre compte de l'influence de ces facteurs structurels, un indice global du taux de change effectif du dollar canadien est maintenant utilisé pour établir le prix relatif des exportations[5], de pair avec une variable d'approximation des autres facteurs structurels, à savoir la part tendancielle de la production manufacturière au Canada.

Dans le **Graphique 3-A**, les prédictions d'exportations hors produits de base obtenues à l'aide de chacune des nouvelles mesures de la demande étrangère (qui prennent aussi en compte les changements structurels et la compétitivité) sont comparées avec celles obtenues avec le cadre d'origine. Les prédictions réalisées dans le nouveau cadre rendent mieux compte de l'évolution passée des exportations hors produits de base, en particulier celle des dernières années.

Graphique 3-A : Les valeurs prédites par les nouvelles équations suivent de près l'évolution récente des exportations hors produits de base

Dollars enchaînés de 2007, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et estimations de la Banque du Canada

Dernière observation : 2016T3

4 GRACE est estimée pour les exportations hors produits de base et les produits de base exportés, ainsi que pour les sous-catégories suivantes : services; biens de consommation; machines et matériel; véhicules et pièces automobiles; produits énergétiques et exportations de produits de base non énergétiques. On retrouve dans cette dernière catégorie les produits de l'agriculture et de la pêche, les matériaux de construction, les pâtes et papier, les produits en plastique et en caoutchouc, les métaux, ainsi qu'un résidu comprenant les produits alimentaires intermédiaires et les produits chimiques.

5 Pour un complément d'information sur cette mesure, voir R. Barnett, K. B. Charbonneau et G. Poulin-Bellisle (2016), *A New Measure of the Canadian Effective Exchange Rate*, document d'analyse du personnel n° 2016-1, Banque du Canada.

L'investissement demeurera solide dans le secteur des services...

L'investissement dans le secteur des services soutient les investissements totaux des entreprises depuis quelques années[8]. L'investissement dans ce secteur a tardé à se redresser au sortir de la crise financière : en effet, il n'a dépassé qu'en 2015 son niveau de 2007. Cela dit, il y a été plus résilient que dans les branches d'activité productrices de biens[9]. L'investissement dans le secteur des services devrait continuer d'augmenter. En particulier, les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises parus cet hiver indiquent que les intentions d'investir en machines et matériel demeurent généralisées parmi les entreprises de ce secteur.

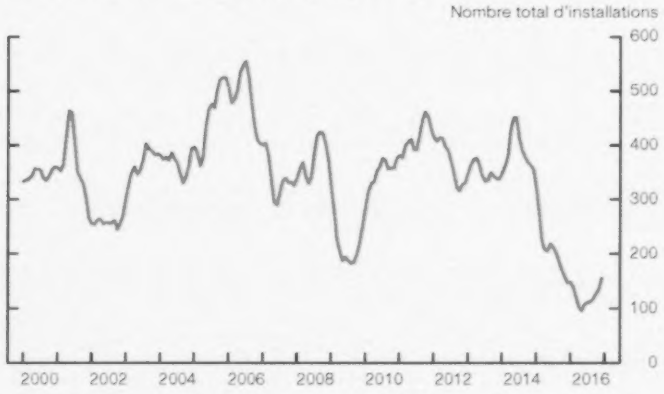
Le redressement récent du nombre de nouvelles installations de forage (**Graphique 12**) et une analyse des projets de dépenses en immobilisations des entreprises pétrolières et gazières laissent entrevoir une légère hausse du niveau de l'investissement dans le secteur de l'énergie à partir du début de 2017.

8 Le secteur des services est à l'origine d'environ 40 % des investissements totaux des entreprises.

9 Les données les plus récentes sur les investissements des entreprises par branche d'activité datent de 2015.

Graphique 12 : **Le redressement récent des activités de forage indique un raffermissement des investissements dans le secteur pétrolier et gazier**

Moyenne mobile sur trois mois, données mensuelles



Sources : Baker Hughes et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : décembre 2016

... mais des facteurs structurels et de l'incertitude refrènent l'investissement de manière générale

La faiblesse persistante des investissements totaux des entreprises soulève la question de savoir si des facteurs structurels, comme le fléchissement de la croissance de la population active, le ralentissement de la productivité totale des facteurs et les obstacles réglementaires, ne jouent pas un rôle plus important qu'on ne l'avait supposé précédemment. De plus, le déplacement en cours de l'activité économique vers la production de services pourrait se traduire non seulement par une composition différente des investissements, mais aussi par une diminution de la part des investissements dans le PIB.

En outre, le haut degré d'incertitude actuel pourrait exercer, sur les investissements des entreprises, un effet modérateur plus important qu'on ne l'avait d'abord estimé. Si les entreprises sondées par la Banque continuent de citer la demande intérieure insuffisante comme la principale raison pour laquelle elles refrènent leurs investissements, certaines ont également mentionné que l'incertitude constitue un obstacle. Par ailleurs, un certain nombre d'exportateurs ont indiqué que le contexte de vive concurrence les incite à maintenir ou à établir une présence ailleurs dans le monde pour parvenir à répondre à la demande étrangère. Les futures politiques américaines pourraient aussi pousser les entreprises à investir aux États-Unis plutôt qu'au Canada.

Comme les mesures de relance budgétaire censées être adoptées aux États-Unis devraient comporter une réduction des taux d'imposition applicables aux particuliers et aux sociétés, les entreprises canadiennes risquent de perdre en compétitivité. En conséquence, la Banque, pour tenir compte de cette possibilité, a révisé à la baisse le profil d'investissement canadien. Cette hypothèse initiale sera revue lorsque la nouvelle administration américaine annoncera et mettra en œuvre des mesures concrètes.

La consommation sera stimulée par les mesures budgétaires

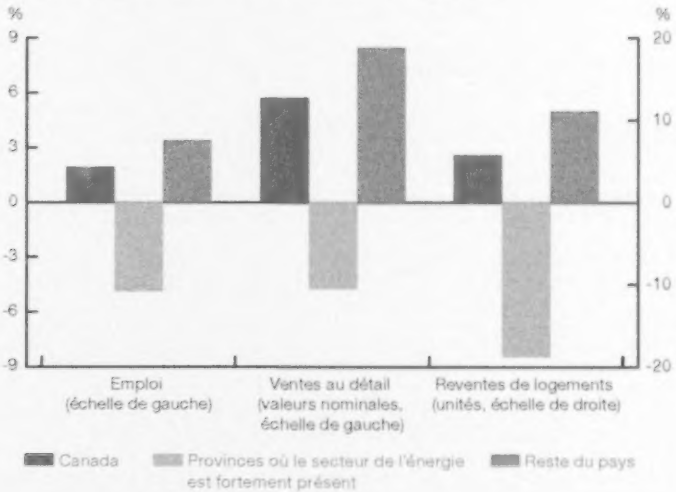
En dépit de la faiblesse observée dans les provinces où le secteur de l'énergie est fortement présent — faiblesse associée à l'incidence de la détérioration passée des termes de l'échange —, la Banque prévoit que la consommation demeurera vigoureuse, celle-ci étant stimulée par la politique monétaire expansionniste et des transferts fédéraux plus importants (**Graphique 13**).

Par contraste, l'investissement résidentiel devrait diminuer encore au cours des trimestres à venir et donc contribuer peu à la croissance globale du PIB durant la période de projection. Ainsi, la part de l'investissement résidentiel dans l'économie canadienne devrait évoluer à la baisse vers un niveau se rapprochant davantage de la moyenne historique (**Graphique 14**).

Les taux hypothécaires ont augmenté depuis octobre, sous l'effet principalement de la hausse des coûts de financement[10]. Comme en octobre, la Banque estime que le resserrement des règles régissant le marché du logement opéré par le gouvernement fédéral aura pour effet de retrancher 0,3 % au niveau du PIB réel d'ici la fin de 2018.

Graphique 13 : **La croissance des dépenses des ménages au Canada s'est maintenue, malgré la faiblesse observée dans les provinces où le secteur de l'énergie est fortement présent**

Taux de variation depuis novembre 2014, données mensuelles



Nota : Les provinces où le secteur de l'énergie est fortement présent sont l'Alberta, la Saskatchewan et Terre-Neuve-et-Labrador.

Sources : Statistique Canada, Association canadienne de l'immeuble et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : octobre 2016 (emploi et ventes au détail) et décembre 2016 (reventes de logements)

10 On trouvera une analyse plus détaillée du secteur du logement dans la livraison de décembre 2016 de la *Revue du système financier* de la Banque du Canada.

Graphique 14 : **La part de l'investissement résidentiel dans le PIB du Canada devrait progressivement diminuer**

Part du PIB nominal, données annuelles

Sources : Statistique Canada et estimations, calculs et projections de la Banque du Canada

L'inflation devrait se rapprocher de 2 %

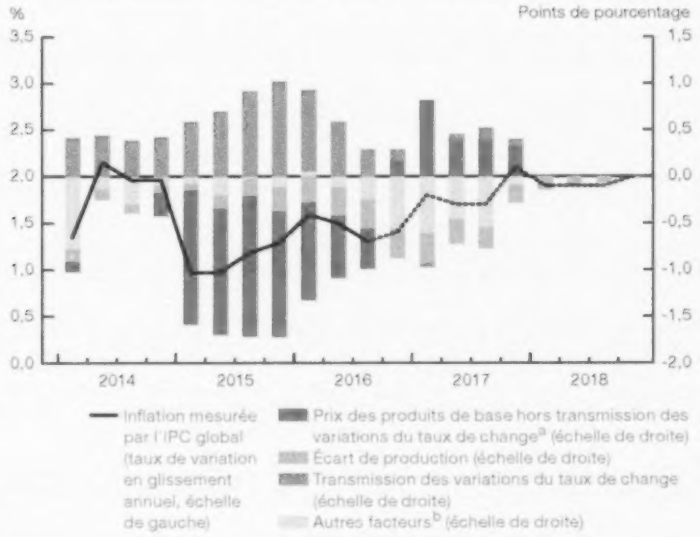
Au cours de la période de projection 2017-2018, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait avoisiner 2 % (**Graphique 15**). L'effet inflationniste de la transmission des variations du taux de change devrait s'être largement dissipé au début de 2017. L'incidence des cours plus élevés des produits de base et des nouvelles réglementations relatives aux émissions de carbone exercera des pressions à la hausse sur les prix des produits énergétiques de consommation en 2017. Ces pressions haussières sont amplement contrebalancées par l'effet désinflationniste des prix des aliments et de la marge de capacités excédentaires durant la majeure partie de l'année. Vers la mi-2018, l'inflation devrait retourner à la cible de façon durable, les capacités excédentaires au sein de l'économie se résorbant.

Les attentes d'inflation restent bien ancrées. Les compilations de Consensus Economics publiées en janvier 2017 font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC global de 1,5 % pour 2016 et de 2,0 % pour 2017 et 2018. De même, les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises parus cet hiver indiquent que ces dernières continuent de s'attendre à ce que l'inflation se maintienne, au cours des deux prochaines années, à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque.

Se fondant sur la dispersion passée des prévisions du secteur privé, la Banque estime que ±0,3 point de pourcentage est un intervalle raisonnable autour de sa projection de référence concernant l'inflation mesurée par l'IPC global. Cet intervalle vise à donner une idée de l'incertitude entourant les prévisions.

Graphique 15 : **L'inflation mesurée par l'IPC global devrait avoisiner 2 % en 2017 et en 2018**

Contribution à l'écart de l'inflation par rapport à la cible de 2 %



a. Tient aussi compte de l'incidence sur l'inflation de l'écart par rapport à la relation habituelle entre les prix de l'essence et les cours du brut, de l'adoption du programme de plafonnement et d'échange en Ontario, ainsi que de la redevance sur le carbone en Alberta.

b. Du quatrième trimestre de 2016 au troisième trimestre de 2017, les autres facteurs représentent principalement l'incidence prévue de l'inflation des aliments, qui est inférieure à la moyenne.

Sources : Statistique Canada et estimations, calculs et projections de la Banque du Canada

Les risques entourant les perspectives d'inflation

Plusieurs risques liés à la conjoncture extérieure ainsi qu'à la situation économique intérieure, tant à la hausse qu'à la baisse, pèsent sur les perspectives d'inflation. Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques entourant sa projection de l'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés au vu de ce que l'on sait aujourd'hui. Cependant, les perspectives sont exposées à une incertitude économique et géopolitique considérable, notamment à l'incertitude associée aux orientations de la prochaine administration américaine. Comme dans les rapports précédents, l'analyse porte sur certains risques entourant l'évolution projetée de l'inflation qui sont jugés les plus importants parmi l'ensemble plus vaste de risques pris en compte dans la projection.

L'évolution des risques depuis la parution du *Rapport* précédent est résumée dans le **Tableau 4**. La plupart des risques restent pertinents. Le risque de ralentissement généralisé des économies émergentes est désormais exprimé dans deux nouveaux risques : tendance notable au protectionnisme à l'échelle internationale et taux d'intérêt à long terme plus élevés dans le monde. Le risque de renchérissement du pétrole a été élargi afin d'inclure un ensemble plus étendu de produits de base.

1) Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis

Bien que le scénario de référence intègre un redressement relatif de la croissance de l'économie américaine, en partie attribuable à des mesures de relance budgétaire attendues, une trajectoire de croissance nettement plus vigoureuse est aussi possible. En effet, la reprise en cours, conjuguée aux modifications effectives et anticipées apportées aux politiques, pourrait réveiller un « dynamisme instinctif », c'est-à-dire raviver la confiance des entreprises et accélérer le rythme des investissements, de la création d'entreprises et de l'innovation. La productivité pourrait augmenter plus que prévu aux États-Unis si la faiblesse persistante de la croissance de l'économie américaine comportait un facteur cyclique plus important que ce qui est estimé et si un plus grand nombre de travailleurs découragés réintégraient la population active. De nouvelles dépenses d'infrastructure, la déréglementation et des baisses d'impôts pourraient aussi stimuler davantage la demande et la production potentielle à long terme. La hausse des dépenses des ménages et des investissements publics et privés aux États-Unis aurait une incidence positive sur les exportations canadiennes.

2) Tendance notable au protectionnisme à l'échelle internationale

Bien qu'on ignore les détails des mesures qui seront prises en matière de politique commerciale par la nouvelle administration américaine, la tendance protectionniste est déjà évidente. Des effets plus négatifs sont envisageables si les mesures adoptées par l'administration américaine sont significatives, et si, en particulier, elles entraînent des réactions protectionnistes de la part d'autres pays. Au-delà des conséquences directes sur les exportations et les investissements des entreprises canadiennes, ces mesures pourraient peser sur l'économie mondiale en ralentissant les échanges et la croissance économique à l'échelle internationale. La demande étrangère inférieure aux prévisions qui en résulterait serait un frein supplémentaire pour les exportations et les investissements des entreprises canadiennes. Selon un scénario encore plus défavorable, le processus de mondialisation — et plus précisément la création de chaînes de valeur mondiales, qui a été l'assise de la croissance internationale au cours des dernières décennies — pourrait régresser. Dans ce scénario, on pourrait voir d'autres conséquences négatives généralisées sur la productivité et la croissance potentielle, tant au Canada que dans le monde.

3) Renchérissement des produits de base

Les risques pesant sur les prix des produits de base restent orientés à la hausse. Si ces risques se matérialisaient, il s'ensuivrait une amélioration des termes de l'échange du Canada, ainsi qu'un bond de la richesse au pays et des dépenses des ménages. Les prix des métaux communs, principalement le fer et le cuivre, pourraient augmenter davantage si les dépenses d'infrastructure aux États-Unis s'avéraient supérieures aux attentes des marchés. Il existe aussi un risque à la hausse qui entoure les cours du pétrole, indépendamment du renchérissement observé à la fin de 2016. Les dépenses en immobilisations dans le secteur pétrolier ont chuté dans le monde pendant les deux dernières années, ce qui accentue le risque de voir l'offre future de pétrole ne pas répondre à la demande. L'ampleur du risque à la hausse qui pèse sur les cours dépendra de plusieurs facteurs incertains, notamment des gains d'efficience actuellement réalisés dans la production de pétrole de sources non classiques.

4) Atonie des investissements des entreprises au Canada

Les résultats décevants enregistrés jusqu'à présent en ce qui concerne les investissements des entreprises pourraient traduire l'influence de facteurs structurels plus persistants. Au fil du temps, cette faiblesse des investissements donnerait aussi lieu à une moindre intensification du capital et réduirait la production potentielle, ce qui compenserait en partie l'incidence désinflationniste d'une demande plus faible.

5) Dépenses des ménages plus faibles

Compte tenu du niveau élevé d'endettement des ménages, ceux-ci pourraient aussi se montrer plus prudents et réduire leur consommation ainsi que leurs dépenses en logement. En outre, bien que les récentes modifications des politiques fédérales régissant le

financement du logement visent à atténuer au fil du temps la vulnérabilité associée aux ménages fortement endettés, leur incidence négative à court terme sur l'investissement résidentiel pourrait être plus importante que projeté. Des retombées néfastes très marquées pourraient s'ensuivre si ces politiques devaient avoir un effet prononcé sur le prix des logements dans les grands centres. Des dépenses des ménages inférieures aux prévisions auraient des conséquences négatives directes sur le PIB réel.

6) Taux d'intérêt à long terme plus élevés dans le monde

La montée récente des rendements obligataires internationaux est le signe d'un nouvel optimisme à l'égard de la croissance, de l'inflation et des taux directeurs, découlant en partie de la relance budgétaire attendue aux États-Unis. Les primes de terme restent cependant sous leurs niveaux historiques. Le scénario de référence prévoit un retour graduel à la normale, mais la possibilité d'une forte majoration n'est pas à exclure. Dans ce cas, les pressions à la hausse sur les rendements obligataires pourraient faire augmenter les sorties de capitaux des économies émergentes, et les conditions financières s'en trouveraient plus resserrées. Ces circonstances pourraient se traduire par un recul de l'activité dans les secteurs sensibles aux mouvements des taux d'intérêt, un alourdissement du service de la dette et un affaiblissement de la croissance réelle au Canada et à l'étranger.

Tableau 4 : **Évolution des risques depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre**

Risque	Évolutions récentes	Facteurs à surveiller
Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis	• La croissance aux États-Unis a repris après un deuxième trimestre faible • La croissance de la productivité reste faible malgré quelques améliorations récentes • L'incertitude demeure élevée, mais la confiance s'est raffermie	• La création d'entreprises, les investissements et la production industrielle aux États-Unis • Le taux d'activité aux États-Unis • La confiance des entreprises et des consommateurs aux États-Unis • La publication du budget et les autres annonces des autorités américaines
Tendance notable au protectionnisme à l'échelle internationale	• L'évolution de la situation politique dans certaines économies avancées laisse présager un resserrement des politiques commerciales	• L'évolution de la situation politique et de l'orientation des politiques
Renchérissement des produits de base	• La demande plus élevée d'acier en Chine et la possibilité de nouvelles dépenses d'infrastructure aux États-Unis ont fait bondir les prix des métaux communs • Les producteurs membres de l'OPEP[a] et les autres producteurs de pétrole ont convenu de réduire la production • Il y a peu de chances que les cours pétroliers augmentent encore puisque les avancées technologiques ont fait baisser les coûts de production du pétrole de schiste aux États-Unis • L'activité de forage aux États-Unis est en hausse, et les producteurs de pétrole ont eu de plus en plus recours aux opérations de couverture	• Les annonces de dépenses d'infrastructure aux États-Unis • La demande d'acier en Chine • Le respect des objectifs de production des producteurs membres de l'OPEP et des autres producteurs de pétrole • La production de pétrole de schiste et l'activité de forage aux États-Unis
Atonie des investissements des entreprises au Canada	• Une vigueur sous-jacente plus faible des dépenses d'investissement • L'augmentation de l'incertitude à l'échelle internationale • Le redressement en dents de scie des exportations canadiennes • Les enquêtes auprès des entreprises laissent entrevoir une amélioration des intentions d'investissement	• Les indicateurs des intentions d'investissement et de la confiance des entreprises canadiennes • Les importations de machines et de matériel • Les investissements des entreprises américaines et les autres sources de la demande d'exportations canadiennes

(suite à la page suivante)

Tableau 4 : **Évolution des risques depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre** (*suite*)

Risque	Évolutions récentes	Facteurs à surveiller
Dépenses des ménages plus faibles	• Les taux d'épargne ont progressé de façon marquée au troisième trimestre de 2016 et ont été revus à la hausse au cours des derniers trimestres • L'activité de revente de logements à l'échelle nationale a reculé • La confiance est en berne dans les provinces où le secteur de l'énergie est fortement présent • L'endettement des ménages a continué d'augmenter	• Les indicateurs des dépenses des ménages • La confiance des ménages • L'activité dans le secteur du logement • L'endettement et les habitudes d'épargne des ménages
Taux d'intérêt à long terme plus élevés dans le monde	• La montée des rendements des obligations à long terme dans le monde • Les rendements obligataires au Canada ont aussi augmenté dans ce contexte	• Les taux d'intérêt à long terme à l'étranger et au Canada • Les indicateurs des primes de terme incorporées dans les obligations

a. OPEP : acronyme de « Organisation des pays exportateurs de pétrole »